

“十四五”时期，凭借更大的资金规模和更长的投资周期，母基金通过投资优秀的基金，以跨行业跨类型的方式，使金融资本和科技相结合，引发更加系统的产业升级，高效助力中国经济高质量发展。





# 中国 母基金 进化论

文 | 本刊编辑部

“问渠那得清如许？为有源头活水来。”南宋诗人朱熹借活水不断注入，寓意一种永葆先进与活力的处世哲学。一个国家的经济发展也是如此，母基金就是经济的一股源头活水，它也是实现《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中提出的坚持创新驱动发展、巩固壮大实体经济根基、构建新发展格局等国家重大战略的重要支撑。

## 源头活水

基金的英文是 fund，起源于荷兰，诞生于英国，发展于美国。自1907年美国第一只基金成立起，它为美国主导的第二次工业革命注入血液，也为互联网信息时代带来资源，可以说是美国创新崛起的源头活水。而母基金（Fund of Funds），也就是基金中基金，是一种专门投资于其他投资基金的基金。母基金的出资人多为长线机构投资者和高净值人士，核心目的在于通过多元化资产配置来分散风险、平衡收益。作为整个创业投资（私募股权投资）的上游，母基金对于整个行业来说意味着源头活水，因而可以很好地对接中国当前少有的耐心资本，

推动金融资本、产业资本、技术资本深度融合，通过投资基金为实体经济赋能。

在今年的政府工作报告中，创投再一次被强调，“完善创业投资监管体制和发展政策，纵深推进大众创业万众创新”。现今，中国私募股权行业的管理规模约为10万亿元，金融机构所管理的金融资产约300多万亿元，私募股权在金融行业的占比只有3%左右，却为资本市场孵化了大量高成长企业，已经占到了2020年IPO企业的70%。创投为中国的创新发挥了非常重要的作用。

根据母基金研究中心最新发布的《2020年上半年中国母基金全景报告》，截至2020年6月30日，中国母基金全名单共包括310只母基金，总管理规模达25376亿元。一方面，母基金背后的LP（有限投资人）是财政部、地方政府、央企等实力雄厚的金主；另一方面，中国母基金正值“弱冠之年”却提前遭遇“中年危机”，承担着股权投资行业中上有老、下有小的压力，面临种种挑战。

这背后的深层原因是什么？母基金的未来在哪里？

## 奠定基础

说起中国私募股权母基金的诞生，就不得不提到国家开发银行。1998年，国开行代表中方投资人与瑞士成立了中国瑞士基金，简称“中瑞基金”。之后国开行参与了一系列跨国的私募股权基金合作，包括中国—比利时、中国—意大利、东盟等基金，成为中国母基金的雏形。

2005年11月，国家发展改革委等十部委发布的《创业投资企业暂行管理办法》明确规定，“国家与地方政府可以设立创业投资引导基金，通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业的设立与发展”，首次为以母基金

政府引导基金的成立，将高效集约地带动社会资本进入高成长、高技术含量的创新企业，不仅会促进当地经济社会发展、推动创新型经济转型，也会助力区域以至整个国家的转型。

形式运作的基金提供了依据。

2006年9月，中新创投（元禾控股前身）与国开金融历史性握手，国务院正式批复设立全国首只市场化运作的创投母基金——国开开元母基金，开启了中国母基金时代。

曾任国开开元母基金总裁、国开金融副总裁邓爽在接受《英大金融》采访时回忆道：“当时苏州工业园区有一个中国—新加坡的合作工作机制，可以做创新的试点。我们借鉴过去投资设立多只境外基金的先进理念和成熟做法，同合作伙伴一起结合中国国情，初步总结出一套适合国内市场化母基金的投资方法论，从而提升了团队自身的投资能力，也初步积累了母基金的管理运作经验，为后续大规模开展母基金业务奠定了坚实的基础。我们把这个阶段称为母基金投资的1.0版本。”

林向红，元禾控股原董事长兼总裁，在2006年力排众议，凭借一家创投机构尝试去做国内首家创投母基金。他对《英大金融》说：“这只母基金规模10亿元，选择子基金非常关键。创投行业对GP（普通合伙人）提出了极高的要求，包括技术、市场、运营、管理乃至资源，我们选择投资每个细分领域里最优秀的VC团队，而不是盲目自信能包揽一切行业和领域。说到底，我们必须尊重专业、市场和行业规则。”

由于外汇管制等政策，一期母基金投资的16只子基金中，有8只都只能通过和美元机构以JV（合资公司）模式组建。让元禾辰坤主管合伙人徐清记忆犹新的是，“由于没有成体系的政策流程，JV基金应该怎么设立、报批程序怎么走，每一个流程细节，都可以说是磕磕绊绊，前后花了很多的心思。甚至连怎么和GP签订文字合同，元禾也没有范本可循。”最初投资金沙江时，他们先是“照抄”了美元基金的LPA（有限合伙协议），此后再根据自身实际情况做了改良。于是北极光创投、金沙江创投、启明创投、软银中国等机构成为母基金的



第一批 GP。

第十二届全国政协副主席，国家开发银行原董事长陈元曾表示：“我们基本的指导理念，就是不去参与有泡沫的、风险大的领域和企业，我们主要注重创新驱动型产业、高科技，以及对经济社会发展起关键作用的经济上……最终会通过母基金的运作，推动实体经济的发展，推动我们国家经济的转型升级。”政府引导基金的成立，将高效集约地带动社会资本进入高成长、高技术含量的创新企业，不仅会促进当地经济社会发展、推动创新型经济转型，也会助力区域以至整个国家的转型。

国开开元母基金成为母基金行业的奠基者，国开行“开发性金融”的基因融入其中，这种实现政府发展目标、弥补体制限制和市场失灵、维护国家经济金融安全、增强竞争力的金融形式结合母基金的特点形成了一种导向：母基金应该集中投向专业的人和专业的事；在机制设计上要有长期的耐心资本，不能急功近利，否则资金来源和母基金的属性不匹配会导致很多问题；树立市场的品牌和形象，识别支持子基金的管理团队，让子基金以拿到开元母基金的投资为荣。

2009年，国开行旗下的国开金融有限责任公司成立，注册资本610亿元人民币，成为当时中国注册资本额最大的人民币综合投资机构。国开金融作为LP投资了中广核、鼎晖、弘毅、中信产业等GP（资产管理人）基金。随着国资的涌入，大型人民币基金开始出现在历史舞台上，母基金生态日渐蓬勃。

## 生态繁荣

自2010年起，亦庄国投、成都银科、粤科金融等国有母基金相继设立，规模不断扩大。市场化母基金紧随其后，诺亚财富旗下的管理

人歌斐资产发起设立首个民营母基金。盛世投资、恒天财富、宜信财富、大唐财富纷纷入局，清华、复旦等大学教育基金会也开始壮大，中国母基金百花争艳。

以服务北京经济技术开发区科技创新和产业发展为使命的国有投资公司，亦庄国投利用母基金推动了新兴产业的发展。截至2020年年底，亦庄国投共参与设立基金超70只，基金总规模超6500亿元。这种形式的优势在于，母基金可以通过专注挑选某一产业的GP进行投资，从而以更大概率选中优质项目。这些GP深耕某一领域多年，具有专业经验，并在细分领域有很强的聚合行业资源的能力；同时，借助专业GP的力量，母基金也可以在产业投资中发挥更大的资金杠杆作用。

集成电路、新型显示、智能制造、生物医药等是亦庄开发区的主导产业，也是亦庄国投重点投资的领域。其中集成电路作为重点产业之一，是母基金布局中占比最大的。截至目前，集成电路相关基金超15只，总规模超2000亿元，其中亦庄国投认缴超250亿元，撬动社会资本的杠杆率超8倍。

以宜信财富等为代表的市场化母基金同样成为重要的投资主体。宜信创始人唐宁认为：“如果10年以后、20年以后，华创资本、IDG资本投资的那些企业牛了，下一个腾讯、谷歌出现了，那他们的原始股持有者，其实就是这些靠传统经济致富，通过‘母基金’来投资的人……”

市场化的母基金是在高净值投资者和创投机构之间搭起一座桥梁，让改革开放四十多年来创造的巨大财富，特别是传统经济创造的巨大财富，与科技创新、长期资本的需求很好地结合起来。受益者既是这些科技类的企业、企业家、团队，也有投资人。

宜信母基金管理合伙人廖俊霞对《英大金融》表示：“市场化的母基金追求的主要是财

务回报，首先要做一些自上而下的配置来分散风险，其次要关注行业趋势。2014年母基金设立初期，看准生物医药赛道，大规模地布局医疗基金；如今，子基金投资的药明康德、甘李药业等明星标的为母基金带来了很好的效益。”

盛世投资则开辟了政府引导基金的托管服务模式。创始人姜明明认为：“与政府合作，准确把握其诉求至关重要。政府出资，核心关切可能并非收益，而是不能出风险。而且，政府引导作用一定要发挥，这要求投资机构有能力引入更多资源，提高引导基金放大比率，让政府有望花一块钱办成三块钱的事。”

2011年，上海市闵行区古美街道首先向盛世投资抛出了橄榄枝。双方合作成立古美盛世基金，其中古美街道拿出5000万元，盛世投资负责市场化募资1.5亿元，形成一只2亿元规模的基金。目前，这只基金已经投了12只子基金，总计间接持有280家公司的股权，8家公司已经上市，其中一只子基金的收益就收回了所有投资成本。盛世投资还根据该区的特点，帮助一些基金在当地注册落地，落地基金总规模超过8.5亿元。这是盛世投资以市场化方式管理政府引导基金的开始，“古美模式”也传为佳话。在此基础上，盛世投资先后与20多家地方政府合作。盛世投资的资金来源中，有80%左右来自政府和国有企业。

在这个母基金的生态中，以清华教育基金会等高校捐赠基金为代表的LP被称为“最有耐心的钱”。在世界范围，尤其是在美国的资本市场上，高校捐赠基金发挥了定海神针的作用，如耶鲁大学、哈佛大学的基金是VC、PE重要的金主。高瓴投资的张磊早期就管理了耶鲁大学的捐赠基金。在清华教育基金会秘书长袁桅看来：“教育基金安全、积极、稳健的投资原则，追求中长期的配置收益，实现基金的保值、增值，这样的资金性质，会使其成为中国资本市场上一股重要的力量。”

2014年国家集成电路产业投资基金的成立是一个里程碑，它是中国第一只千亿规模基金，也叫“大基金”。它投资了上海半导体装备材料基金、北京集成电路制造和装备子基金等11只子基金，在“强长板、补短板、上规模、上水平”方面下功夫，完善集成电路产业供应链配套体系建设，发挥了相当明显的撬动作用，带动了社会和地方的投资积极性，初步缓解了集成电路产业发展投融资瓶颈，极大提升了行业发展信心。此后，各个产业的母基金也如雨后天春笋般蓬勃生长。

## 自我进化

说起大力发展母基金的现实意义，中国创投委会会长沈志群向《英大金融》这样分析：“第一，引导投资方向，引导中国的创投资本去支持中国的高科技发展，解决‘卡脖子’问题，完成中国高科技产业的自立自强；第二，撬动社会资本和民间资金，使其投入市场上的实体企业，以此促进金融资源高效配置；第三，通过母基金筛选出非常优秀的GP，可以促进中国创投行业的优胜劣汰；第四，解决长期资本的问题，在享受科技创新行业高回报的同时，又可以稳妥地分散高风险。”

引导基金制度的诞生，不仅为中国创投增加了政府母基金的重要来源，也促使中国财政资金支持企业体制改革。如今，财政、银行、市场化、上市公司、大型企业集团等越来越多类型的母基金发展，也成为中国本土创投重要的资金来源。

母基金虽然重要，但也要经历春夏秋冬四季生长规律。在国务院发展研究中心金融研究所副所长陈道富看来，2017年母基金行业达到了一个高点，募资近1.8万亿元；从2018年开始，募资规模开始持续下降，降到1.3万

亿元左右，从募资规模来看，行业的冬天还比较冷，处在调整时期。

“募资难”让母基金行业在“弱冠之年”遭遇“中年危机”。自2018年以来，银行和保险体系的股权类投资业务基本处于停滞状态，这直接导致了許多市场化母基金“弹尽粮绝”，手有余粮的政府引导基金也在大幅放缓出资。政策和资金层面的收紧让中国私募股权母基金行业进入了调整阶段。中国母基金联盟秘书长唐劲草就深深地忧虑，中国的民营市场化母基金普遍处境艰难，原因在于经济大环境没有以前那么好。从整体来说，行业也正处于调整的过程中，由过往的“粗放式投资”逐步迈入自我进化的“精细化发展”阶段。

母基金开始寻求多元化发展，S基金的出现是个例证。S基金也称二手份额基金，是以一定折扣承接GP到期退出难的项目。S基金能给整个行业创造更多流动性，并帮助政府引导基金、个人LP、民营机构LP将资产盘活，促进行业健康发展。在全国社保基金理事会股权资产部副主任鲍绛看来，S基金的收益主要来源于底层资产的增值，从事S基金业务的机构需要有比较好的GP和LP资源，这样的机构需要具备一定的资产管理规模，有过管理基金、投资各类资产和处理复杂交易的经验，同时兼有迅速决策的能力和好的市场声望。

尚高资本路跃兵博士对《英大金融》表示：“VC/PE基金投资周期一般是十年以上，S基金却是短平快的，通常三到五年；VC/PE基金的收益期望值在15%左右，但S基金得做到20%；S基金相对复杂，需要一些产业经验，做好尽调掌握底层资产非常重要。”

此外，F（投资于子基金）+S（参与基金的二手份额转让）+D（直投或跟投投资项目）成为越来越多母基金的组合配置策略。母基金采用“控股直投+基金管理的模式”，在重点领域建立核心直投能力，用长期资本+基金的

引导基金制度的诞生，不仅为中国创投增加了政府母基金的重要来源，也促使中国财政资金支持企业体制改革。

模式覆盖优质项目，撬动产业资源和合作伙伴资源创造独家重磅项目；通过母基金打造紧密合作的核心GP圈，并持续发掘支持新兴管理人；在母基金和直投基础上，打造S市场头部基金、发挥头部效应，提升财务回报曲线的同时，进一步加深与资金方、GP的合作共赢。现有市场化母基金管理机构面对募资难的困境，正在不断转变思路，积极尝试“F+S+D”、FA业务拓展、海外财富管理的新模式，开发新赢利点，依靠强劲的投资能力和高效的管理能力去逐渐适应市场的现实情况。

国家队已成为母基金的主力。仅2020年成立的国家级母基金就有规模为357.5亿元的国家中小企业发展基金、887亿元的国家绿色发展基金、500亿元的中国文化产业投资母基金，以及707亿元的国企混改基金。中国科技金融促进会风险投资专业委员会秘书长林宁认为，人的因素是第一位的，央企国企母基金体制再好，没有机制，干部职工的主观能动性也是不能充分发挥出来的。如果我们的央企国企母基金能在机制上率先突破自我激励，那么在“十四五”期间一定能为国家做出更大贡献。

险资也开始入场。泰康投资发起并管理的泰康乾亨股权母基金，为中国母基金行业内首只由险资自主发起、进行财务性股权投资的母基金，这给行业带来了极大的示范意义，有望带动更多的险资发起设立股权母基金。

“十四五”期间，中国母基金进入高质量发展时代。随着注册制落地，母基金已经迎来了最佳投资时点。正如全国社保基金理事会原副理事长王忠民所说：“如果现在要形生一个资本融合投入实体经济，最好的方法是用母基金去做，既能放大融合的可能性，也能投资到专业、垂直、细分的领域当中去，从而扩充资本的维度，从融合的深度和广度上解决资本短缺的时代难题。”

（本文由本刊编委马力主笔）